

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

## Atea Pharmaceuticals (AVIR)

 Потенциал роста: **36%**

 Целевая цена: **\$32,7**

 Диапазон размещения: **\$22-\$24**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Фармацевтика

оценка перед IPO

# IPO AVIR: разработки для лечения COVID-19



Выручка, 6M20 (млн USD)	0
EBIT, 6M20 (млн USD)	-14
Чистая прибыль, 6M20 (млн USD)	-14
Чистый долг (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/BV, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA, 2020 (%)	—
ROIC, 2020 (%)	—
ROE, 2020 (%)	—
Маржа EBIT, 2020 (%)	—

Капитализация IPO (млрд USD)	1,822
Акции после IPO (млн шт)	79,241
Акции к размещению (млн шт)	11
Объем IPO, (млн USD)	253
Диапазон IPO (USD)	22-24
Дата IPO	29 октября
Целевая цена (USD)	32,7

 Динамика акций | биржа/тикер **NASDAQ/AVIR**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-	-	-
vs S&P 500	-	-	-

**Абдикаримов Ерлан**  
 Директор Департамента финансового анализа  
 (+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

**Бектемиров Алем**  
 Младший инвестиционный аналитик  
 (+7) 727 311 10 64 (932) | bektemirov@ffin.kz

29 октября состоится IPO компании Atea Pharmaceuticals, специализирующейся на разработке противовирусных препаратов. Андеррайтерами размещения выступают J.P. Morgan, Morgan Stanley, Evercore ISI и William Blair.

**О компании.** Atea создала и запатентовала свою платформу разработки с использованием пуриновых нуклеотидов (важнейшие универсальные соединения всех объектов – от вирусов до человека) для борьбы с вирусами одноцепочечной РНК, которые являются распространённой причиной тяжелых заболеваний. Atea Pharmaceuticals была основана в 2012 году. По состоянию на 30 июня денежные средства на балансе компании составляют \$115,792 млн, также, по данным crunchbase, компания за всю историю привлекла \$283,4 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Morningside Investments Limited (9,5%), Cormorant Private Healthcare Fund (9,4%), JPM Partners (8,68%), Bain Capital Life Sciences Investors (7,86%) и ABG-ATEAB LIMITED (5,63%).

**Основные разработки компании.** В настоящее время компания сосредоточена на разработке продукта **AT-527**, который нацелен на лечение коронавируса. Сейчас разработка находится на 2-й фазе клинических испытаний. AT-527 в двух первых клинических испытаниях хорошо переносился людьми с гепатитом С. Первая дозировка вакцины была введена пациенту в сентябре 2020 года. Компания планирует опубликовать данные в 1ПГ 2021 года и после публикации начать фазу 3. **AT-787** – разработка, предназначенная для лечения гепатита С. Компания создала новый продукт путем комбинирования AT-527 с AT-777. На текущий момент компания испытывает проблемы с исследованиями из-за пандемии. После решения данной проблемы Atea планирует возобновить фазу 1/2A.

**Сотрудничество с Roche.** В октябре 2020 года Atea заключила соглашение с Roche в отношении продукта AT-527. Atea в рамках сотрудничества предоставила Roche всемирную лицензию (за исключением США) на производство, продажу, экспорт продукта. Компания Roche выплатит Atea авансовый платеж в \$350 млн в ноябре 2020 года, также по достижении определенных результатов разработок компания выплатит до \$330 млн и до \$320 млн по достижении результатов продаж.

**Апсайд в 36% с учетом вероятности коммерциализации.** По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$2,59 млрд, что на 36% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$1,902 млрд. Наша целевая цена, таким образом, составила \$32,7 за акцию.

## Atea Pharmaceuticals: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
<b>Выручка</b>	0	0	0	Наличность	34	22	116
Себестоимость	0	0	0	Прочие активы	0	0	3
<b>Валовая прибыль</b>	0	0	0	<b>Текущие активы</b>	35	22	118
R&D	7	10	11	ОС	0	0	0
G&A	3	4	3	Прочие активы	0	0	1
<b>ЕБИТ</b>	(9)	(15)	(14)	<b>Долгосрочные активы</b>	0	0	1
<b>ЕБИТДА</b>	(9)	(15)	(14)	<b>Активы</b>	35	22	120
Процентный доход	0	1	0	Кредиторская задолженность	0	1	4
<b>Доналоговая прибыль</b>	(9)	(14)	(14)	Прочие обязательства	1	2	3
Налог	0	0	0	<b>Текущие обязательства</b>	2	2	7
<b>Чистая прибыль</b>	(9)	(14)	(14)	Прочие обязательства	0	0	0
				<b>Долгосрочные обязательства</b>	0	0	0
				<b>Конвертируемые прив-ые акции</b>	69	69	176
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>	<b>Капитал</b>	(36)	(50)	(63)
Темпы роста выручки	-	-	-	<b>Обязательства и собственный капитал</b>	35	22	120
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-				
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитал	-	-	-	ИСТО, x	-	-	-
Валовая маржа	-	-	-	АИСТО, x	-	-	-
ЕБИТДА маржа	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
ЕБИТ маржа	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-	-	-	WСТО, x	-	-	-
				FАТО, x	-	-	-
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
<b>CFO</b>	(8)	(13)	(12)	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
D&A	0	0	0	Текущая ликвидность, x	-	-	-
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
<b>CFI</b>	(0)	(0)	(0)	Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
<b>CFF</b>	27	(0)	106	Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	-	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>20</b>	<b>(13)</b>	<b>94</b>	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Наличность на начало года	15	35	22				
Наличность на конец года	35	22	116	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
				P/B, x	-	-	-
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>	P/E, x	-	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	P/S, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	EV/S, x	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	-	-	-				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

## Atea Pharmaceuticals: ключевые факты

**Atea Pharmaceuticals – компания, специализирующаяся на разработке противовирусных препаратов.** Atea создала и запатентовала свою платформу разработки с использованием пуриновых нуклеотидов (важнейшие универсальные соединения всех объектов – от вирусов до человека) для борьбы с вирусами одноцепочечной РНК, которые являются распространённой причиной тяжелых заболеваний.

Atea Pharmaceuticals была основана в 2012 году. По состоянию на 30 июня денежные средства на балансе компании составляют \$115,792 млн, также, по данным crunchbase, компания за всю историю привлекла \$283,4 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Morningside Investments Limited (9,5%), Cormorant Private Healthcare Fund (9,4%), JPM Partners (8,68%), Bain Capital Life Sciences Investors (7,86%) и ABG-ATEAB LIMITED (5,63%).

**Разрабатываемые препараты компании.** В настоящее время компания сосредоточена на разработке продукта AT-527, который нацелен на лечение коронавируса. Сейчас разработка находится на 2-й фазе клинических испытаний. AT-527 в двух первых клинических испытаниях хорошо переносился людьми с гепатитом С. Первая дозировка вакцины была введена пациенту в сентябре 2020 года. Компания планирует опубликовать данные в 1ПГ 2021 года и после публикации начать фазу 3.

**AT-787 – разработка, предназначенная для лечения гепатита С.** Компания создала новый продукт путем комбинирования AT-527 с AT-777. На текущий момент компания испытывает проблемы с исследованиями из-за пандемии. После решения данной проблемы Atea планирует возобновить фазу 1/2A.

**Иллюстрация 1. Разработки компании**

ssRNA virus	Indication	Product candidate	Preclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Anticipated Milestones
Coronaviridae	COVID-19 <sup>1</sup>	AT-527 <sup>2</sup>	[Progress bar: Preclinical, Phase 1, Phase 2]				Prior to end of 2020 <ul style="list-style-type: none"> <li>Initiate virology/PK substudy</li> <li>Report Phase 2 interim safety data</li> </ul> First half of 2021 <ul style="list-style-type: none"> <li>Complete enrollment and report Phase 2 topline data</li> <li>Initiate Phase 3 outpatient trial</li> </ul> Second half of 2021 <ul style="list-style-type: none"> <li>Initiate Phase 3 post-exposure prophylaxis trial</li> </ul>
Flaviviridae	Hepatitis C (HCV)	AT-787 <sup>3</sup> (fixed-dose combo of AT-527 & 777)	[Progress bar: Preclinical, Phase 1]				First half of 2021 <ul style="list-style-type: none"> <li>Initiate Phase 1 trial</li> </ul> Second half of 2021 <ul style="list-style-type: none"> <li>Initiate Phase 2 trial</li> </ul>
		AT-777 (NS5A inhibitor)	[Progress bar: Preclinical, Phase 1]				
Flaviviridae	Dengue <sup>1</sup>	AT-752 <sup>3</sup>	[Progress bar: Preclinical, Phase 1]				First half of 2021 <ul style="list-style-type: none"> <li>Initiate and complete Phase 1 trial</li> <li>Initiate Phase 2 trial</li> </ul> Second half of 2021 <ul style="list-style-type: none"> <li>Report Phase 2 topline data</li> </ul>
Paramyxoviridae	RSV	AT-889, AT-934 and other candidates	[Progress bar: Preclinical]				Second half of 2021 <ul style="list-style-type: none"> <li>Initiate and complete Phase 1 trial</li> <li>Initiate Phase 2 trial</li> </ul>

Источник: на основе данных компании

**Сотрудничество с Roche.** В октябре 2020 года Atea заключила соглашение с Roche в отношении продукта AT-527. Atea в рамках сотрудничества предоставила Roche всемирную лицензию (за исключением США) на производство, продажу, экспорт продукта. Компания Roche выплатит Atea авансовый платеж в \$350 млн в ноябре 2020 года, также по достижении определенных результатов разработок компания выплатит до \$330 млн и до \$320 млн по достижении результатов продаж.

**Потенциальный адресный рынок в \$86,4 млрд.** По данным Fier Markets, мировой рынок вакцин до распространения COVID-19 оценивался в \$47 млрд в 2019 году.

По прогнозу, к 2027 году ожидается рост рынка до \$86,4 млрд со среднегодовыми темпами роста в 7%. Ожидается, что Северная Америка будет доминировать на рынке из-за присутствия крупных игроков и массивных инвестиций компаний, правительства и различных учреждений в исследования и разработки для скорейшего создания вакцины от COVID-19.

Ведущие игроки рынка - Johnson & Johnson Services, Pfizer, GlaxoSmithKline plc, Serum Institute of India, Merck, Sanofi, Moderna, Inovio Pharmaceuticals и BioNTech SE.

## Модель с учетом вероятности в 50% дает оценку в \$2,59 млрд

**Предположение по выручке: начало продаж с 2022 года.** Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2022 году с учетом возможного перехода на 3-ю стадию клинических испытаний в 1-м полугодии 2021 года.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные потенциального рынка для основного продукта компании, который к 2027 году может составить \$86,4 млрд.

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 0,08% в первый год коммерциализации продукта, также сотрудничество с Roche может способствовать увеличению продаж. В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2022 году с \$49 млн до \$1,827 млрд к 2029 году.

**Прогнозирование операционной маржи на основе уже зрелых компаний.** Для прогноза маржи мы исходили из весьма медленного выхода в прибыльность и затем использовали данные уже зрелых компаний, которые имеют положительную маржу, для прогноза маржи в зрелом возрасте. Мы заложили маржу в 15%, что нам кажется вполне достижимым результатом.

**WACC в 5,5%.** При коэффициенте бета 0,9, безрисковой ставке 0,798% и премии за риск инвестирования в акции в 5,29% затраты на капитал равны 5,5%.

**Наша оценка фирмы достигает \$2,59 млрд.** Так как компания находится на переходной стадии к 3-й стадии клинических разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на переходной стадии, риск неудачи составляет 50%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$822 млн, что на 36% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$1,902 млрд. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$32,7 за акцию.**

Иллюстрация 2. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок вакцин, млрд USD	53,9	57,6	61,7	66,0	70,6	75,5	80,8	86,4	91,5	96,2
темп роста, %		7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,9%	5,1%
Доля рынка Atea Pharmaceuticals, %	0,0%	0,0%	0,08%	0,34%	0,60%	0,86%	1,12%	1,38%	1,64%	1,90%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	49	224	423	649	904	1192	1501	1827

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

## Иллюстрация 3. Модель оценки Atea Pharmaceuticals

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	49	224	423	649	904	1192	1501	1827	1 882
темп роста, %				355%	89%	53%	39%	32%	26%	22%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
ЕБИТ	-19	-24	7	34	63	97	136	179	225	274	282
RR, %	0%	0%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	10%
CapEx	0	0	3	13	25	39	54	72	90	110	28
FCFF	-19	-24	4	20	38	58	81	107	135	164	254
PV FCFF	-18	-22	4	16	29	42	55	69	81	93	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											8 228
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											4 674
<b>ROIC в зрелом периоде, %</b>											<b>6,1%</b>
<b>Расчет WACC</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	
Безрисковая ставка	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Бета послерычаговая	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
<b>Стоимость собственного капитала</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,1%</b>	
Ставка долга, до налогов	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ставка долга, после налогов</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	
СК/Стоимость компании	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Долг/Стоимость компании	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Средневзвешенная стоимость капитала</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,1%</b>	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>											
(=) Стоимость в прогножном периоде	349										
(+) Стоимость в зрелом периоде	4 674										
(x) Коэффициент на дату оценки	0,97x										
<b>(=) EV</b>	<b>4 877</b>										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	1										
(+) Наличность	116										
(+) Поступления от IPO	253										
(-) Стоимость выпущенных опционов	65										
<b>(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основных продуктов (AT-527), млн USD</b>	<b>5 181</b>										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	1 902										
<b>Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)</b>	<b>50,0%</b>										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	2 590										
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>	<b>32,7</b>										
Максимум диапазона на IPO, USD	24,0										
Потенциал роста, %	36%										

  

Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA				
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA
Вероятность	15%	30%	60%	90%
Оценка	777	1 554	3 108	4 662
На акцию	9,8	19,6	39,2	58,8

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

## Риски: FDA, стадия разработки и дополнительный капитал

---

**Компания еще не получала доходы от своих продуктов.** Продукты компании находятся на стадии разработки, и неизвестно, когда компания получит готовый продукт.

**Одобрение FDA.** Любое дальнейшее регулирование может задержать или предотвратить коммерциализацию некоторых или всех продуктов Atea Pharmaceuticals.

**Дополнительный капитал.** После проведения IPO в будущем компания может столкнуться с проблемой с наличностью на балансе для дальнейшего развития продукта, и, возможно, потребуются дополнительный капитал. Если компания не сможет привлечь дополнительный капитал, это может привести к отсрочке или ликвидации программ разработок.

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент подготовки настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации, и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, применимых в сфере деятельности оценки стоимости.

---